

买入

胰岛素产品增长迅速，新药研发加速推进

联邦制药 (3933.HK)

2022-05-13 星期五

目标价:	6.75 港元
现价:	3.61 港元
预计升幅:	87.0%

重要数据

日期	2022-05-12
收盘价 (港元)	3.61
总股本 (亿股)	18.18
总市值 (亿港元)	66
净资产 (亿元)	93.4
总资产 (亿元)	163.3
52 周高低 (港元)	7.42/3.45
每股净资产 (元)	5.13

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Heren Far East Limited (48.97%)

相关报告

深度报告: 联邦制药-20200723

更新报告: 联邦制药-20210527

研究部

姓名: 林兴秋

SFC: BLM040

电话: 0755-21519193

Email: linxq@gyzq.com.hk

2021 年业绩稳定增长，胰岛素产品销量将持续增长:

公司 2021 年实现收益 97.03 亿人民币，同比上升 10.6%；归母净利润为 9.88 亿元，同比上升 40.6%；EPS 为 0.54 元，同比上升 34.9%。分部方面，制剂产品 2021 年收入同比增长 8.4% 至人民币 40.35 亿元，占整体营收的 41.59%，胰岛素系列产品实现高速增长，收入同比上升 16.1% 至 14.34 亿元，其中，重组人胰岛素注射液销量同比增长 4.6%，甘精胰岛素注射液销量同比增长 37.5%，年内获批的门冬胰岛素销售收入 1220 万元；其他制剂产品收入 23.05 亿，同比增长 10.2%。中间体收入同比上升 18.9% 至人民币 17.0 亿元，其中 6-APA 的销售价格于报告期内持续上升。原料药收入同比增长 9.6% 至 39.68 亿元，占整体营收的 40.9%。报告期内，在第 6 批国家药品集中采购（胰岛素专项）中，公司的 6 款产品中标，包括门冬胰岛素、甘精胰岛素、精蛋白人胰岛素等，其中甘精胰岛素中选价格 66.9 元，价格保持较好，总体上，集采将有利于拓展胰岛素产品销售且公司有足够产能应对供应问题，销售收入仍将保持增长。

聚焦糖尿病领域，在研新产品管线丰富:

公司持续加大研发投入，2021 年研发费用约 4.65 亿人民币，同比增长 37.0%，目前在研新产品达 23 项，其中 1 类新药项目 9 个。公司聚焦糖尿病药物开发，1) 索玛鲁肽注射液申报临床，并获药监局受理，此药用于治疗二型糖尿病，相比同靶点药物，其更加安全、简便，且降糖效果更显著，公司是国内以生物类似药申报索玛鲁肽注射液临床试验的首仿企业；2) 德谷胰岛素注射液、利拉鲁肽注射液已经进入 III 期临床；3) 格列吡嗪片及富马酸替诺福韦二吡啶酯片、阿莫西林胶囊、盐酸美金刚片通过一致性评价。生物药方面，成立珠海联邦生物医药有限公司和联邦生物科技（珠海横琴）有限公司，以开展生物制药相关的筛选、研发试验等业务。化药方面，用于治疗中度至重度活动性类风湿性关节炎的 1 类新药 WXSH0150 已获批临床。同时公司在自身免疫疾病及眼科等领域布局多款创新产品，并持续加大研发投入。

再次覆盖给予买入评级，目标价 6.75 港元

公司持续加大研发投入，在研产品线丰富。胰岛素类产品将会继续保持快速增长，预计公司 2022-2024 年收入分别是人民币 108.2 亿元、121.1 亿元、135.6 亿元，EPS 分别为人民币 0.69 元、0.81 元、0.91 元，给予公司 2022 年 8.0 倍目标 PE，对应目标价为 6.75 港元，较现价有 87.0% 的上涨空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	8772.49	9703.44	10824.29	12105.87	13556.77
同比增长(%)	4.53%	10.61%	11.55%	11.84%	11.99%
净利润	700.92	989.6	1248.3	1465.2	1651.4
同比增长(%)	9.20%	41.19%	26.14%	17.4%	12.7%
净利润率(%)	8.0%	10.2%	11.5%	12.1%	12.2%
每股盈利(元)	0.40	0.54	0.69	0.81	0.91
PE@3.61HKD	7.7	5.5	4.3	3.6	3.2

数据来源: wind、联邦制药年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

2021 年年度业绩简述:

公司 2021 年实现收益 97.03 亿人民币，同比上升 10.6%；毛利为 42.11 亿元，同比上升 10.6%；EBITDA 为 18.84 亿元，同比上升 12.3%；归母净利润为 9.88 亿元，同比上升 40.6%；公司 EPS 录得 0.54 元，同比上升 34.9%，建议派发末期股息每股人民币 8 分，与上期保持一致。

图 1: 联邦制药 2017 年至 2021 年营业收入情况

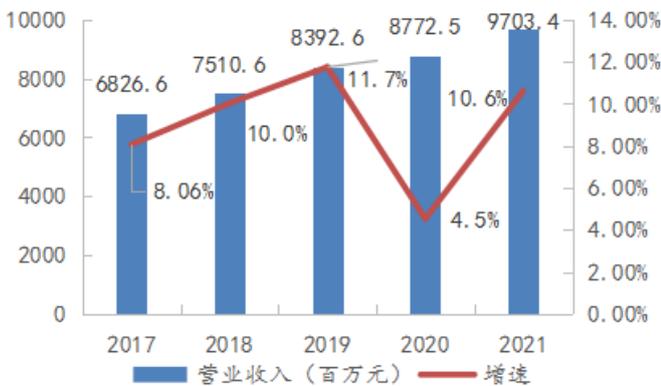


图 2: 联邦制药 2017 年至 2021 年归母净利润情况



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

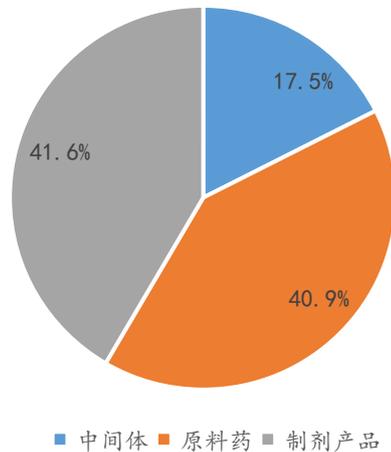
2021 年各分部业绩增长显著，胰岛素产品进入集采后将快速放量:

2021 年公司整体业绩保持稳定增长，中间体、原料药和制剂产品三大分部中，制剂产品为目前公司收入占比最大的产品，2021 年该分部收入同比增长 8.4% 至人民币 40.35 亿元，占整体营收的 41.59%。其中胰岛素系列产品实现高速增长，收入同比上升 16.1% 至 14.34 亿元，重组人胰岛素注射液销量同比上升 4.6%，甘精胰岛素注射液销量同比上升 37.5%，报告期内获批的门冬胰岛素系列产品收入 1200 万元。2021 年，公司在第六批药品集中带量采购（胰岛素专项）中，有 6 款产品中标，甘精胰岛素注射液、人胰岛素注射液、精蛋白人胰岛素注射液的排名类别分别为 A2、A3、A3，门冬胰岛素注射液、门冬胰岛素 30 注射液和精蛋白人胰岛素混合注射液（30R/50R）均为 B 类，此次集采于 2022 年 5 月正式实施，其中甘精胰岛素的中选价格 66.97 元，仍处于较高水平，而对于新上市产品门冬胰岛素，集中带量采购将有助于其市场开拓，且根据公布的相关产能数据，公司也足以应对相关供应问题。另外，虽然门冬胰岛素作为第 3 代胰岛素，相比上代胰岛素在血糖控制、便捷性、灵活性方面存在优势，但目前两代胰岛素产品市场存在分隔，以 2 代胰岛素为主的传统市场在一定时期内依然稳定增长。在其他制剂产品中，兽药制剂增长显著，报告期内销售收入同比上升 76.3% 至 3.87 亿元，未来公司将引入宠物药和水产用药，预计该项业务在未来一段时间内将持续高速增长。

中间体收入同比上升 18.9% 至人民币 17.0 亿元；原料药收入同比增长 9.6% 至 36.69 亿元。2021 年，公司对于上游产品原料药、中间体价格保持乐观。报告期内，原料药与中间体产品价格一直处于上升通道，其中 6-APA 在 2022 年前 2 月的均价约为 242.8，此前 2 年同期 60 天均价则分别为 158.4 和 189 元，预计未来一

段时间内保持稳定上。

图 3：2021 年公司核心产品收入情况



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

研发投入增加，重点布局糖尿病药品管线：

公司持续加大研发投入，2021 年度研发费用约 4.65 亿人民币，同比增长 37.0%。目前在研新产品达 23 项，其中 1 类新药项目 9 个。公司聚焦糖尿病药物开发，重点产品包括德谷胰岛素注射液、德谷门冬胰岛素混合注射液等胰岛素类似物，GLP-1 受体激动剂包括利拉鲁肽注射液、锁码鲁肽注射液等。期内研发成果主要有：1) 门冬胰岛素注射液及门冬胰岛素 30 注射液获批生产，此产品年内为公司带来 1220 万元收入，门冬胰岛素 50 注射液获批临床试验；2) 德谷胰岛素注射液、利拉鲁肽注射液已经进入 III 期临床；3) 格列吡嗪片及富马酸替诺福韦二吡呋酯片、阿莫西林胶囊、盐酸美金刚片通过一致性评价。除糖尿病领域，生物药方面，公司将积极布局内分泌、自身免疫疾病等领域的产品，期内成立了珠海联邦生物医药有限公司以及联邦生物科技（珠海横琴）有限公司来作为生物研发基地，主要用于开展药物分子筛选、临床试验等工作。化药方面，用于治疗中度至重度活动性类风湿性关节炎的 1 类新药 WXSH0150 将于 2021 年内获批临床。

图 4：2021 年公司研发管线布局与进展情况

适应症	项目	临床前	临床申报	临床试验	生产申报	预计获批时间
类风湿性关节炎	WXSH0150					--
炎症性肠病	LB1091					--
特异性皮炎	LB2002					--
干眼症	LB2101					--
	聚乙烯醇滴眼液					2023
	玻璃酸钠滴眼液					2022
结膜炎	莫西沙星滴眼液					2022
皮肤病	莫匹罗星软膏					2021

适应症	项目	临床前	临床申报	临床试验	生产申报	预计获批时间
糖尿病	利拉鲁肽注射液					2024
	德谷胰岛素注射液					2025
	德谷门冬双胰岛素混合注射液					2027
	德谷胰岛素/利拉鲁肽注射液					2027
	GLP-1口服制剂					2032
	超长效胰岛素类似物					2033
糖尿病、肥胖症	索玛鲁肽注射液					2026
	肠道激素					2030
	二代肠道激素					2032
骨质疏松	新型抗骨质疏松多肽					2029
	骨质疏松单抗					2030
高脂血症	双靶点降血脂药物					2031
湿疹、哮喘	抗IL-4R单抗					2031

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

再次覆盖给予买入评级，目标价 6.75 港元：

公司持续加大研发投入，在研产品线丰富。胰岛素类产品将会继续保持快速增长，预计公司 2022-2024 年收入分别是人民币 108.2 亿元、121.1 亿元、135.6 亿元，EPS 分别为人民币 0.69 元、0.81 元、0.91 元，给予公司 2022 年 8.0 倍目标 PE，对应目标价为 6.75 港元，较现价有 87.0% 的上涨空间，给予“买入”评级。

风险提示：

医保控费超预期；

新产品上市进度、研发进度低于预期；

新产品销售量低于预期。

财务报表摘要:
损益表

百万元, 财务年度截至12月31日

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	6,826.6	7,510.6	8,392.6	8,772.5	9,703.4	10,824.3	12,105.9	13,556.8
销售成本	4,328.4	4,458.5	4,771.3	4,966.3	5,492.4	5,845.1	6,537.2	7,320.7
毛利	2,498.2	3,052.1	3,621.3	3,806.2	4,211.0	4,979.2	5,568.7	6,236.1
其他收入	142.9	(2.2)	121.3	217.0	175.2	(11.0)	(11.0)	(11.0)
分销开支	(1,067.9)	(1,185.9)	(1,477.1)	(1,483.9)	(1,633.5)	(1,778.4)	(1,989.0)	(2,227.4)
行政费用	(603.7)	(646.7)	(741.1)	(742.0)	(698.3)	(911.4)	(1,019.3)	(1,141.5)
经营盈利	716.6	907.4	1,137.6	1,444.1	1,559.5	1,726.3	1,932.0	2,164.9
财务开支	(266.7)	(246.9)	(280.8)	(181.3)	(60.2)	(52.4)	(45.6)	(39.7)
应占联营公司利润								
其他开支	(252.9)	(309.9)	(386.8)	(353.2)	(495.0)	(552.0)	(617.4)	(691.4)
税前盈利	68.9	794.2	841.8	882.3	1,202.7	1,673.9	1,886.4	2,125.2
所得税	12.8	(111.0)	(199.9)	(181.4)	(213.1)	(284.6)	(320.7)	(361.3)
少数股东应占利润	0.0	0.0	0.0	(2.1)	1.5	0.0	0.0	0.0
其他全面收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	81.7	683.2	641.9	700.9	989.6	1,389.3	1,565.7	1,763.9
折旧及摊销	789.8	747.6	675.7	614.5	620.9	633.3	645.9	658.9
EBITDA	1,506.4	1,655.0	1,813.3	2,058.6	2,180.3	2,359.6	2,577.9	2,823.7
增长								
总收入 (%)	8.1%	10.0%	11.7%	4.5%	10.6%	11.6%	11.8%	12.0%
EBITDA (%)	40.4%	9.9%	9.6%	13.5%	5.9%	8.2%	9.3%	9.5%
净利润 (%)	-129.4%	735.8%	-6.1%	9.2%	41.2%	40.4%	12.7%	12.7%

资产负债表

百万元, 财务年度截至12月31日

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	1593.8	1481.9	3164.8	2996.8	3331.0	3893.7	4576.7	5365.0
其他短期投资		96.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收账款	2270.9	2957.7	2556.9	2658.3	3423.7	2340.1	2340.1	2340.1
存货	1173.1	1464.7	1575.2	1428.5	2004.0	1164.3	1164.3	1164.3
其他流动资产	539.5	582.5	732.4	440.2	851.4	593.5	593.5	593.5
流动资产	5764.9	6697.0	8713.5	8225.0	9986.3	8722.0	9405.1	10193.3
固定资产	7087.2	6749.9	6197.5	6147.0	5842.3	6017.6	6198.1	6384.0
贷款	793.3	698.9	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
商誉及无形资产	153.8	144.4	372.8	360.2	132.7	138.0	143.5	149.2
非流动资产	8346.9	7905.3	6986.2	6738.7	6344.8	6309.5	6497.2	6690.4
总资产	14111.9	14602.3	15699.7	14963.7	16331.1	15031.5	15902.2	16883.8
流动负债	4789.3	6515.2	6458.9	4859.9	6535.2	6570.3	6802.6	7043.7
应付票据	1840.9	2281.8	2283.2	2277.5	3210.7	3307.0	3406.2	3508.4
短期银行贷款	1423.9	2261.8	2573.4	907.1	1609.9	1706.5	1808.9	1917.4
其他短期负债	1427.4	1487.4	1434.7	1495.0	1459.0	1488.2	1517.9	1548.3
非流动负债	3880.8	1965.1	2569.0	1492.0	456.0	283.1	264.2	246.3
长期银行贷款	3433.2	1590.7	2423.0	1302.5	221.2	199.1	179.2	161.3
其他负债	447.6	374.3	146.0	189.5	234.8	84.0	85.0	85.0
总负债	8670.1	8480.3	9027.9	6351.9	6991.2	6853.4	7066.8	7290.0
少数股东权益				(2.1)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
股东权益	5441.8	6122.0	6671.8	8611.8	9339.9	8178.2	8835.4	9593.8

财务分析

百万元, 财务年度截至12月31日

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力								
毛利率 (%)	36.6%	40.6%	43.1%	43.4%	43.4%	43.4%	46.0%	46.0%
EBITDA 利率 (%)	22.1%	22.0%	21.6%	23.5%	22.5%	21.8%	21.3%	20.8%
净利率 (%)	1.2%	9.1%	7.6%	8.0%	10.2%	12.8%	12.9%	13.0%
ROE	1.5%	11.2%	9.6%	8.1%	10.6%	17.0%	17.7%	18.4%
ROA	0.6%	4.7%	4.1%	4.7%	6.1%	9.2%	9.8%	10.4%
营运表现								
SG&A/收入 (%)	8.8%	8.6%	8.8%	8.5%	7.2%	8.4%	8.4%	8.4%
实际税率 (%)	-18.6%	14.0%	23.7%	20.6%	17.7%	17.0%	17.0%	17.0%
股息支付率(包含优先股)	0.0%	12.4%	15.3%	18.3%	22.3%	19.1%	20.3%	21.6%
库存周转天数	89.9	108.0	116.3	110.4	114.1	98.9	65.0	58.1
应付账款天数	(155.2)	(186.8)	(174.7)	(167.4)	(213.4)	(206.5)	(190.2)	(174.9)
应收账款天数	121.4	143.7	111.2	110.6	128.8	78.9	70.6	63.0
财务状况								
净负债/资产净值率	0.6	0.6	0.6	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
收入/总资产	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
总资产/股本	2.6	2.4	2.4	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8

现金流量表

百万元, 财务年度截至12月31日

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	81.8	682.9	641.8	700.9	989.6	1389.3	1565.7	1763.9
折旧与摊销	789.8	747.6	675.7	614.5	620.9	633.3	645.9	658.9
营运资本变动	(442.6)	(361.1)	167.8	(72.4)	(258.5)	(333.5)	(430.2)	(554.9)
其他非现金调整	341.0	143.8	315.9	326.3	192.1	23.1	2.8	0.3
营运现金流	769.9	1213.2	1801.2	1569.3	1542.6	1712.2	1784.3	1868.2
出售固定资产收到的现金	5.5	32.0	7.4	61.5	19.2	0.0	0.0	0.0
资本开支	474.4	555.0	448.9	537.6	487.3	389.9	311.9	249.5
投资减少				0.0	213.9	0.0	0.0	0.0
其他投资活动	556.3	(32.1)	8.3	642.8	(333.0)	(342.9)	(353.2)	(363.8)
投资活动现金流	87.3	(555.1)	(433.3)	166.8	(587.2)	(732.8)	(665.1)	(613.3)
负债变化	(872.9)	(534.5)	631.9	(1656.7)	(317.8)	(115.6)	(86.2)	(56.9)
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	(41.1)	0.0	0.0	0.0
股息	0.0	84.4	98.4	128.1	220.8	265.0	318.0	381.6
其他融资活动	(171.5)	(151.9)	(215.8)	(124.2)	(41.1)	(36.2)	(31.8)	(28.0)
融资活动现金流	(1044.4)	(770.8)	317.7	(1909.0)	(620.9)	(416.7)	(436.1)	(466.6)
汇率变动影响	(2.0)	0.8	(2.7)	5.0	(0.2)	0.0	0.0	0.0
现金变化	(189.1)	(111.9)	1682.9	(168.0)	334.2	562.6	683.0	788.3
期初持有现金	1782.9	1593.8	1481.9	3164.8	2996.8	3331.0	3893.7	4576.7
期末持有现金	1593.8	1481.9	3164.8	2996.8	3331.0	3893.7	4576.7	5365.0

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20% 之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 -20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责条款

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>